

Operaciones de crédito sindicado

Experiencia internacional y evolución en el mercado financiero colombiano

Édgar Marino Muñoz Llanos

Víctor Hugo Daza Oyuela

Trabajo de grado presentado como requisito parcial para optar al título de
Maestría en Administración Financiera.

Asesor:

José María Del Castillo

UNIVERSIDAD EAFIT
ESCUELA DE ECONOMÍA Y FINANZAS
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA
BOGOTÁ
2018

Operaciones de crédito sindicado

Experiencia internacional y evolución en el mercado financiero colombiano

Édgar Marino Muñoz Llanos

emunozl@eafit.edu.co

Víctor Hugo Daza Oyuela

victor.daza@gmail.com

Tabla de contenido

1. Introducción.....	5
2. Contenido.....	7
2.1 El crédito sindicado	7
2.1.1 Origen de los créditos sindicados	8
2.1.2 ¿Qué son los créditos sindicados?	10
2.1.3 Créditos sindicados según su destino	12
2.1.4 Distribución de riesgos	14
2.2 Regulación (Basilea)	15
2.3 El proceso de sindicación	18
2.3.1 Metodología de sindicación	18
2.3.2 Roles en la estructuración de una sindicación	21
2.3.3 Principales modalidades	24
2.4 Créditos sindicados en la financiación de proyectos	25
2.4.1 Ventajas de los créditos sindicados sobre los bonos.....	26
2.5 Panorama de los créditos sindicados en Latinoamérica.....	29
2.6 El mercado de créditos sindicados en Colombia.....	32
3. Conclusiones.....	38
4. Referencias	40

5. Anexos.....	41
5.1 Entrevista realizada a Felipe Pinto – Banco ING	42
5.2 Entrevista realizada a Sebastián Eslava - SMBC Sumitomo.....	50

Resumen

La ola de megaproyectos y APP¹ en Colombia en los últimos años ha requerido grandes sumas de dinero para su ejecución. Esto ha evidenciado la limitada capacidad de financiación de la banca local, obligando al Gobierno Nacional y a los promotores de los proyectos a buscar fuentes internacionales de recursos. El presente documento inicia con una revisión bibliográfica sobre el origen de las operaciones de crédito sindicado, su definición, beneficios, regulación y proceso, hace un breve resumen de los créditos sindicados en Latinoamérica y Colombia y finaliza con entrevistas a expertos de amplia trayectoria, quienes exponen su análisis sobre el mercado local. Las conclusiones enmarcan el potencial de crecimiento que tiene el mercado colombiano y las debilidades que hoy en día existen comparativamente con las tendencias internacionales.

Palabras clave

Créditos sindicados, project finance, metodologías de sindicación, mercados financieros.

Abstract

The megaprojects and PPPs trends in Colombia require largest capital resources for financing. This has evidenced the limited financing capacity of the local banking, forcing the National Government and the projects promoters to seek international sources of resources. This document begins with a literature review on the origin of syndicated credit operations, its definition, benefits, regulation and process, summarizes the syndicated loans

¹ APP: Alianzas Público Privadas, mecanismo de vinculación de capital privado para la construcción de infraestructura pública y sus servicios asociados.

in Colombia and ends with experts interviews with extensive experience, who expose their analysis on the local market. The conclusions refer to the potential of growth of the Colombian market and the weaknesses that nowadays exist comparatively with the international trend.

Key words

Syndicated Loans, Project Finance, Syndication Methodologies, Financial Markets.

1. Introducción

Los mercados financieros en un mundo globalizado son dinámicos, los requerimientos de recursos por parte de las entidades públicas y privadas para desarrollar sus proyectos de inversión demandan cada día de nuevos productos especializados diseñados a la medida y que permitan esos beneficios esperados para crecer y enfrentar la competencia sin perder terreno de mercado.

Colombia está atravesando por un momento crucial en materia de financiación, un claro ejemplo de esto es el avance en los cierres financieros del ambicioso programa de concesiones viales 4G. Según información de Clemente Del Valle, Presidente de la Financiera de Desarrollo Nacional, FDN, en el XV Congreso Nacional de Infraestructura, desarrollado entre el 21 y el 23 de noviembre de 2018 en Cartagena, de los 30 proyectos aprobados y adjudicados, 14 han logrado el cierre financiero definitivo alcanzando un monto comprometido de cerca de 21 billones de pesos, provenientes en 38% de la banca

local, 31% de inversionistas institucionales, 19% de fuentes internacionales y 12% de la FDN. Las necesidades de recursos de estos proyectos han obligado a que, sumado a la atracción de recursos tanto de banca local como internacional, se involucre la participación de recursos del mercado de capitales y los fondos de deuda internacionales.

Sin embargo, esto no es todo, según Luis Eduardo Niño, quien se desempeñaba como Gerente de Financiación en la FDN, en seminario temático de infraestructura organizado por ANIF el 26 de abril de 2017, el país está realizando una inversión en infraestructura sin precedentes, para la cual se estiman inversiones por cerca de 81 billones de pesos que generan necesidades de financiación entre los años 2018 y 2020, distribuidas entre: programa de concesiones viales 4G, vías terciarias (urbanas y accesos a ciudades), carreteras PMTI², otros proyectos de infraestructura de transporte (puertos, aeropuertos, férreo, fluvial), transporte masivo, energía (generación) y gas, e infraestructura social (educación, salud y agua).

Lo anterior hace indispensable la entrada de nuevos jugadores internacionales a Colombia, y para ello se deben crear los mecanismos para mitigar los riesgos cambiarios. Como dijo Carlos Fradique, de la firma Brigard Urrutia, en seminario temático infraestructura organizado por ANIF el 19 de abril de 2018, “las normas cambiarias fueron recientemente

² PMTI: Plan Maestro de Transporte Intermodal, una apuesta del Estado colombiano para organizar en forma eficiente y estratégica el crecimiento del país, a través de una red de infraestructura que logre conectar las ciudades, las regiones, las fronteras y los puertos, priorizando los proyectos que mayor impacto tendrán para la economía nacional.

modificadas para permitir que las entidades bancarias extranjeras otorguen créditos denominados en pesos colombianos”.

Este documento hace un recorrido desde el origen de los créditos sindicados, después realiza una explicación de la definición de los mismos, los beneficios en cuanto a los montos y distribución de riesgos y un pequeño resumen sobre lo que ha sido la regulación definida en el Acuerdo de Basilea. Seguidamente explica el proceso de sindicación, metodología, roles y modalidades; se revisa también la importancia las sindicaciones y otras fuentes como los bonos en la financiación de infraestructura productiva y social. Asimismo, se revisa la historia del crédito en Latinoamérica y Colombia, con un pequeño recuento de las principales transacciones que se han realizado. Finalmente se realizan entrevistas a expertos en el área de créditos sindicados con amplia trayectoria, quienes exponen su análisis sobre el mercado local, las oportunidades y las debilidades en línea con su experiencia internacional.

2. Contenido

2.1 El crédito sindicado

Desde el Neolítico³ se tienen registros del desarrollo del sistema de intercambio por el nacimiento de la agricultura con el llamado el trueque, posteriormente en Babilonia (3.000

³ Período prehistórico que sigue al Mesolítico y precede a la Edad de los Metales, y se caracteriza por el desarrollo de la economía productiva (implantación de la agricultura y la ganadería), el

a. C.) nace la actividad bancaria, seguidamente empieza a desarrollarse en Grecia, Egipto y Roma, donde los templos utilizaban las ofrendas entregadas por los fieles para hacer préstamos, y los reyes otorgaban créditos y manejaban el cambio de la moneda (León Murillo, 2007).

Finalmente, en la Edad Media, después de la caída de los Templarios surgen los bancos y empieza su expansión por el resto de Europa. Los grandes banqueros florentinos se asociaban para financiar grandes sumas de recursos que requerían varios reyes de Europa y el Papa. En la mayoría de los casos se destinaban a financiar las guerras (León Murillo, 2007).

2.1.1 Origen de los créditos sindicados

El origen de los créditos sindicados se remonta a Londres una vez finalizada la Segunda Guerra Mundial. A partir de ese momento empezaron a llegar paulatinamente una cantidad de activos denominados en dólares americanos a manos de instituciones financieras europeas. Esto condujo a la gestación, entre 1957 y los primeros años sesenta, del euromercado o el también llamado eurodólar, que se refiere al mercado de dólares americanos (depósitos y créditos) transados fuera del territorio de Estados Unidos (Morán García, 2000).

sedentarismo y aparición de los primeros poblados, la utilización de la piedra pulida y de la cerámica, y la construcción de monumentos megalíticos.

Esta llegada de dólares americanos se da como consecuencia a la destrucción y división geopolítica de Europa luego de la Segunda Guerra Mundial, además del bloqueo de Berlín en 1948, el triunfo de Mao Tse Tung en 1949 y el estallido de la Guerra de Corea en 1950 que provocaron una asistencia económica importante de Estados Unidos sobre este continente. Para muchos autores, el European Recovery Program, diseñado por el Secretario de Estado norteamericano George C. Marshall (Plan Marshall), constituye la respuesta americana al pretendido expansionismo de la superpotencia rival (Morán García, 2000).

La llegada de dólares y los estímulos de los gobiernos para promover la entrada de inversionistas a Europa empezaron a consolidar a Londres como una importante plaza financiera internacional con un intenso flujo de activos en dólares disponibles para el mercado internacional (Morán García, 2000).

Al mismo tiempo había prestatarios buscando grandes sumas de dinero en bancos por fuera de Estados Unidos, situación que dio pie al crédito sindicado denominado en eurodólares, abreviadamente, eurocrédito. Una de las primeras transacciones de este tipo es un crédito que se efectuó en Londres en 1968 a Austria (Suiza-Alemania) por USD 100 millones, con un plazo inicial de cinco años, por un sindicato de doce bancos ingleses. Vale la pena mencionar que Austria buscaba USD 40 millones (Morán García, 2000).

El proceso fue liderado por una compañía inglesa que se encargó de las negociaciones entre todos los prestamistas y de redactar uno de los primeros *Information Memorandum* que se conocen. Este proceso duró aproximadamente doce meses, y posteriormente se tardaron seis semanas adicionales en cerrar la documentación del crédito (Morán García, 2000).

En los años setenta y ochenta este sistema tuvo un auge importante en Europa, debido a que la crisis presentada entre 1973 y 1978 generó un incremento del precio del petróleo, que condujo a que países no productores presentaran una gran demanda de capital y los productores tuvieran excedentes de liquidez. Bajo esta coyuntura, los bancos tomaban los dineros depositados por los países de la OPEP (petrodólares) para otorgar grandes sumas de dinero a países en vías de desarrollo (Morán García, 2000).

La crisis de la deuda externa en los años ochenta puso en aprietos a muchos banqueros, dado que tomaban depósitos a corto plazo de los países exportadores de petróleo y los colocaban a mediano y largo plazo en otros países no productores. Esta situación generó que los créditos sindicados a los países se redujeran enormemente, de hecho, casi a cero, por lo que se exploró la alternativa de créditos sindicados dirigidos a las empresas.

2.1.2 ¿Qué son los créditos sindicados?

Este contrato es el mecanismo que permite regular los términos y condiciones generales de la financiación, donde se regula cada una de las obligaciones del deudor con los

prestamistas. Uno de los mayores atractivos de este mecanismo es la mitigación y la limitación de los riesgos que los actores están dispuestos a asumir.

Este mecanismo de financiación es utilizado en gran medida a nivel mundial, principalmente en el financiamiento de proyectos donde se requieren grandes cantidades de recursos y es indispensable que se unan diferentes entidades financieras para reunir la totalidad de recursos requeridos y alcanzar el llamado “cierre financiero”.

El contrato de crédito sindicado es, ante todo, fruto de la libertad de pactos (Fernández de la Gándara, 1997). Por medio de un contrato, tanto el deudor como los prestamistas se ponen de acuerdo sobre los términos, condiciones y obligaciones con el fin de alcanzar la finalidad económica de cada una de las partes. Vale la pena resaltar que en su mayoría las estipulaciones consagradas en el contrato de crédito sindicado no se refieren a la conducta del deudor ante los prestamistas, sino por el contrario la forma como los diferentes prestamistas aunaron esfuerzos para la ejecución del contrato. Una parte importante del contenido del contrato es la conformación del “sindicato de prestamistas”, de manera que los términos y condiciones responden a un modelo particular, diseñado por la pluralidad de acreedores que buscan la mitigación de riesgos y el vínculo de colaboración.

La doctrina española ha definido diferentes características de este tipo de acuerdos. En primer lugar, De Gispert la define como “una operación caracterizada por la intervención de una pluralidad de operadores bancarios en un único contrato de concesión de crédito,

que por su cuantía y características excede de las posibilidades de atención por parte de un solo sujeto” (De Gispert Pastor, 1986). En esta definición se resalta el hecho que mínimo una de las partes está conformada por pluralidad de sujetos, que generalmente son entidades bancarias que buscan no solo un beneficio económico al poder participar, sino diversificar los niveles de riesgo a los cuales pueden exponerse.

Ahora bien, en Norteamérica innovaron incluyendo al mercado de valores en los créditos sindicados dados los montos comprometidos, con lo cual se logra una mayor cantidad de recursos por parte de un grupo diverso de inversionistas, prorrateando los riesgos por el monto determinado de las obligaciones de cada acreedor, principalmente por medio de bonos emitidos por el deudor. Sin embargo, esta figura no es tan atractiva para la entidad prestataria, debido a que es bastante más compleja, especialmente si no se tiene experiencia en el mercado de valores, por la necesidad de estar registrado y autorizado para hacerlo. El costo de este proceso puede ser muy significativo (especialmente en mercados internacionales) y conlleva una serie de obligaciones en términos de revelación y entrega periódica de información financiera y operativa.

2.1.3 Créditos sindicados según su destino

Los créditos sindicados se clasifican según el tipo de financiación que se requiere:

Trade Finance: Bajo esta modalidad se atienden las necesidades de comercio exterior buscando facilitar las operaciones internacionales. Para ello los bancos ofrecen distintos productos que implican desembolso de dinero y financiación.

Corporate Finance: Bajo esta financiación, el *sponsor*⁴ respalda la financiación sindicada con su balance, es decir, con sus activos, como garantía en caso de incumplimiento, adicionalmente la fuente de repago de la obligación se constituye con los flujos de caja existentes en la compañía.

Project Finance: Es una financiación estructurada basada en los flujos de caja a largo plazo generados por una sociedad constituida para un proyecto aislado, denominada SPV⁵, y tomando colateralmente como garantía los activos de esta sociedad. El verdadero elemento diferenciador es que se estructura partiendo de la predictibilidad a largo plazo de sus flujos de caja con base en una estructura de contratos fijos con sus clientes, proveedores, reguladores de mercado, etcétera.

Estas características se encuentran a menudo ligadas a sociedades activas en el sector de infraestructuras, energía renovable, tales como carreteras, plantas eléctricas, aeropuertos, parques eólicos y refinerías.

⁴ Sponsor: Empresa promotora del proyecto, es decir, que lo desarrolla.

⁵ SPV: Sigla en inglés, Special Purpose Vehicle. Sociedad vehículo.

Tabla 1. Project Finance y Corporate Finance

	Project Finance	Corporate Finance
Deudor	SPV	<i>Sponsor</i>
Endeudamiento	A la medida, acorde con el comportamiento del flujo de caja proyectado	A la medida, acorde con el comportamiento del flujo de caja proyectado o del <i>sponsor</i>
Fuente de pago y colaterales	Flujo de caja del proyecto	Flujo de caja del proyecto y del <i>sponsor</i>
Garantías	Las genera el proyecto	Las genera el proyecto y el <i>sponsor</i>
Gestión de riesgos	Se asigna al gestor que tenga el conocimiento	Lo asume el <i>sponsor</i>

Fuente: Elaboración propia.

2.1.4 Distribución de riesgos

Las entidades financieras, como instituciones que gestionan riesgos, buscan en toda operación de crédito —que por su naturaleza ya implica un riesgo de no pago—, minimizarlo obteniendo la mayor rentabilidad posible. Créditos con montos grandes y con una maduración entre mediano y largo plazo representan un riesgo elevado para ser asumido

por una sola entidad financiera, y la mejor forma de reducirlo es mediante la pluralidad de acreedores.

El riesgo de crédito es inherente a toda operación, y consiste en la posible pérdida que asume la entidad financiera como consecuencia del incumplimiento de las obligaciones contractuales que incumben a las contrapartes con las que se relaciona, que son el no pago del capital y los intereses correspondientes. Adicional a este, existe el riesgo de una probable pérdida en el valor de un instrumento o portafolio financiero producto de cambios en las variables de mercado, como tasas de interés, tasas de cambio de moneda, *spreads* de crédito, conocido como riesgo de mercado.

2.2 Regulación (Basilea)

Las crisis financieras cada vez tienen mayores impactos en las economías, situación que se contagia a las instituciones y las personas. Asimismo, el riesgo de contagio entre diferentes países es cada vez mayor. Es decir, las crisis financieras no afectan solamente al país donde se generan, sino que cada vez el alcance es más global. Lo anterior ha obligado a implementar distintas medidas y regulaciones en el sistema financiero y bancario que permitan frenar esta situación.

En 1975 nace el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por su sigla en inglés) o Comité de Basilea, una organización de orden mundial cuya función es fortalecer la

solidez de los sistemas financieros y que está conformada por los presidentes de los bancos centrales de los once países miembros del Grupo de los Diez (G-10) en aquel momento.

La función principal del Comité de Basilea fue definir las reglas de regulación prudencial que garanticen la solvencia de los bancos en un entorno de comercio internacional creciente. La solvencia hace referencia al capital mínimo disponible que deben tener los bancos en momentos de crisis o escenarios adversos para atender sus obligaciones con terceros.

En 1988 se suscribe el Acuerdo de Basilea I, el cual dicta un conjunto de recomendaciones para definir el capital mínimo que debe tener un banco en función de los riesgos que asume. El acuerdo establece una definición de “capital regulatorio” para garantizar que los bancos cumplen ciertos requisitos de permanencia, de capacidad de absorción de pérdidas y de protección ante quiebra. El capital mínimo de la entidad bancaria debe ser el 8% del total de los activos de riesgo (crédito, mercado y tipo de cambio sumados). El primer acuerdo de capital de Basilea jugó un papel muy importante en el fortalecimiento de los sistemas bancarios y entró en vigor en más de 130 países.

La principal limitación del acuerdo es que es insensible a las variaciones de riesgo y que ignora una dimensión esencial: la de la calidad crediticia y, por lo tanto, la diversa probabilidad de incumplimiento de los distintos prestatarios. Es decir, considera que los

créditos tienen la misma probabilidad de incumplir. Dadas estas limitaciones en su definición, en junio de 2004 es sustituido por el Acuerdo Basilea II.

Basilea II introduce el cálculo de ponderadores de riesgo por medio de: i) modelos estandarizados (definidos por el supervisor y cuyas ponderaciones están basadas en las calificaciones de las agencias calificadoras de riesgo); o ii) modelos propios de las entidades financieras (previamente aprobados por las autoridades) (ANIF, 2016). Las principales críticas se han centrado en que se considera que es demasiado “procíclico” (podría acentuar la crisis en momentos de recesión y estimular la economía en época de bonanza).

Todo ello redunda en el Acuerdo de Basilea III, de 2010, el cual se focaliza en: i) requerir más capital de calidad, especialmente en aquellas instituciones sistémicamente importantes (SIFI); ii) fortalecer los mecanismos de cobertura de riesgo de productos-financieros (titularizaciones, derivados y posiciones del “Libro de Tesorería”); iii) limitar apalancamiento en posiciones fuera de balance; iv) definir estándares de liquidez; y, v) reducir la inclinación procíclica del negocio bancario (ANIF, 2016).

Más recientemente, las discusiones del Comité de Basilea se volcaron nuevamente sobre el cálculo de los APR (el denominador de la relación de solvencia) detectar elevada varianza en los cálculos de dichos APR mediante modelos-internos enfrentados a la metodología

estándar (lo cual sugería que podía ocurrir manipulación para inflar los colchones de capital). El método usado por el CSB bajo “Basilea IV”, precisamente para reducir dicha discrecionalidad en el uso de modelos-internos, tomó la forma de “pisos” mínimos del 72,5% en el cálculo de dichos APR respecto al cálculo que se habría obtenido aplicando el modelo estándar. Adicionalmente, las nuevas reglas prohíben el uso de modelos-internos para grandes préstamos-corporativos y obligan el uso de la conocida métrica del *loan-to-value-ratio* para el cálculo de los ponderadores en los préstamos hipotecarios.

2.3 El proceso de sindicación

Como hemos visto, en un proceso de sindicación dos o más instituciones acuerdan otorgar un crédito conjuntamente a un prestatario (Gorton & Pennacci, 1995). A continuación se describen algunas generalidades sobre la metodología de estructuración de estos acuerdos y las responsabilidades inherentes a las partes involucradas.

2.3.1 Metodología de sindicación

Tal y como ocurre en un proceso de suscripción de emisiones corporativas de bonos o acciones, un proceso de sindicación cumple una secuencia que se puede presentar en tres fases según (Godlewski & Weill, 2008). Durante la fase previa a la firma del mandato, el prestatario (compañía o proyecto) solicita ofertas competitivas a los bancos para organizar y gestionar la sindicación. Posteriormente elige un banco principal, comúnmente llamado

Mandate Lead Arranger al que se le otorga la potestad de liderar el crédito y con el cual se negocia un acuerdo de préstamo preliminar. A partir de este momento el banco líder actúa como el agente del sindicato y tiene entre otras responsabilidades la administración de los fondos, el cálculo de intereses y la aplicación del pacto (Esty, 2001).

Durante la fase posterior al mandato, el banco líder y el prestatario redactan un borrador del contrato de préstamo, el cual es compartido con los posibles participantes. Esta etapa es conocida como la fase de distribución primaria del crédito (Armstrong, 2003). Este documento normalmente contiene información relacionada con el crédito y la capacidad financiera del prestatario, como proyecciones de flujo de efectivo, para ser sociabilizada con los bancos o instituciones de crédito, previa firma de acuerdos de confidencialidad para el manejo de la información. En estas presentaciones es usual la participación del equipo directivo del prestatario como apoyo solo si el banco líder lo requiere.

Es importante resaltar que aunque el resumen de debida diligencia del *Mandate Lead Arranger* se entrega a cada banco participante en un memorando antes de la invitación. Cada institución es finalmente responsable de la evaluación crediticia y de riesgo del prestatario (Esty, 2001).

En el proceso de sindicación, los participantes no están directamente involucrados en la negociación con el prestatario, aunque sí pueden proporcionar comentarios y sugerencias antes del cierre. El banco líder siempre buscará ajustar el contenido del contrato para

satisfacer las necesidades y expectativas de los bancos participantes, instituciones inversoras y cliente.

Durante el proceso y para evitar la suscripción excesiva o insuficiente en el sindicado, el banco líder busca invitar a los bancos o inversionistas que tengan mayor apetito por colocar la mayoría de fondos necesarios para el préstamo y posteriormente determina la asignación de crédito para cada participante.

La tercera y última fase tiene lugar después del cierre. El préstamo se vuelve operativo, vinculando al prestatario y los miembros del sindicado mediante contrato de deuda con las responsabilidades allí consignadas para cada una de las partes.

En los créditos sindicados la compensación económica de los prestamistas se da de varias formas. Cuando se firma el acuerdo de préstamo se recibe el pago de honorarios como compensación por la aprobación del crédito *front-end*, (Godlewski & Weill, 2008), así como tarifas anuales, o *per annum*, durante su vigencia por conceptos de administración. También existen comisiones por pago anticipado de la deuda al momento de hacer el reembolso y es habitual que los bancos con posiciones de riesgo más altas en la estructura del sindicado, como el caso del banco líder o los *bookrunners*, obtengan honorarios más altos, dada su porción de riesgo y posición activa dentro del proceso.

En cuanto al tamaño del sindicado, es decir el número de instituciones participantes, en el mercado de préstamos sindicados de los Estados Unidos, por ejemplo, es frecuente

encontrar cincuenta o sesenta instituciones adheridas en un solo contrato de crédito, mientras que en el mercado canadiense estos créditos tienden a estar conformados por menos de diez instituciones.

2.3.2 Roles en la estructuración de una sindicación

En términos generales, los créditos sindicados, como muestra la figura 1, tienen una estructura básica conformada por un prestatario con necesidad de recursos importantes que puede ser un proyecto, una compañía o gobierno. Uno o varios bancos liderando con sus respectivas variaciones, quienes tienen el mandato de estructurar y canalizar los recursos para el cliente y a la vez actuar y representar al grupo de bancos miembros de la sindicación. Por último, se encuentran varias instituciones o partícipes con la intención de aportar una porción de la financiación requerida.

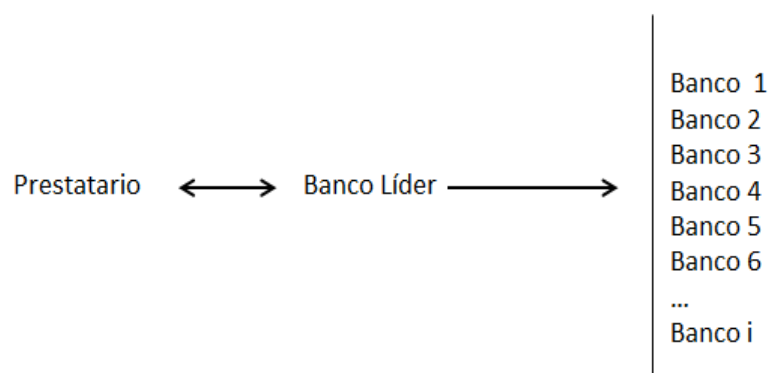


Figura 1. Estructura general del crédito sindicado

Fuente: Armstrong, 2003

En los procesos de sindicación, la estandarización de las metodologías mediante modelos como el LMA, *Loan Market Association*,⁶ permite que los roles estén definidos desde el principio, lo que resulta en mayor eficiencia, menores tiempos y reducción de costos para el cliente. El papel que juega cada entidad financiera está en función de las tareas realizadas, el liderazgo y riesgo asumido dentro de la transacción.

Como se mencionó con anterioridad, los roles que implican una mayor responsabilidad, obtienen mejores remuneraciones dentro de la transacción además de reconocimiento en el mercado. Para Felipe Pinto, del Banco ING, en cada transacción siempre se busca ser el banco líder o el *bookrunner* no solo por el prestigio que representa en la región sino por unas mejores comisiones que las de otros participantes (ver entrevista con Felipe Pinto). A continuación se presenta una descripción de las funciones principales de los participantes en un crédito sindicado.

Bookrunner: Comúnmente se presenta en transacciones de gran tamaño, que requieren control y asignación en el libro de órdenes, tanto en emisiones corporativas de bonos, como en el mercado de créditos sindicados. Puede ser uno o varios bancos y también se encarga de la estructuración, del diseño y de la ejecución de la operación. Es el rol de mayor importancia dentro de la estructura de sindicación. Cuando un banco desea participar en un sindicado siempre buscará ser el *bookrunner* o en su defecto el MLA, en razón al prestigio para la entidad y mayor remuneración en la transacción. En relación a esto, existe el *Global*

⁶ LMA: Asociación de Mercado de Préstamos, tiene como objetivo clave mejorar la liquidez, la eficiencia y la transparencia en los mercados de préstamos sindicados primarios y secundarios en Europa, Medio Oriente y África (EMEA).

*Syndicated, Loan League Tables de Bloomberg*⁷, o ranking global de los bancos que participan en el mercado de créditos sindicados según su rol, como se aprecia en la tabla 2.

Tabla 2. Bookrunner Global Ranking

Global Loans (Bookrunner)

Firm	FY 2017				FY 2016		
	Rank	Mkt Share(%)	Volume (USD Mln)	Deal Count	Prev Rank	Prev Mkt Share(%)	Mkt Share Chg(%)
Bank of America Merrill Lynch	1	9.464	364,660	1,412	2	9.956	-0.492
JP Morgan	2	9.217	355,120	1,315	1	10.605	-1.388
Citi	3	5.422	208,903	797	3	6.065	-0.643
Wells Fargo	4	5.287	203,722	939	4	5.405	-0.118
Barclays	5	4.110	158,346	673	5	3.593	0.517
Deutsche Bank	6	3.638	140,179	623	6	3.586	0.052
Goldman Sachs	7	3.451	132,976	596	9	2.819	0.632
Credit Suisse	8	3.222	124,157	584	11	2.792	0.430
RBC Capital Markets	9	3.199	123,271	561	12	2.642	0.557
HSBC	10	3.171	122,200	534	7	2.942	0.229
TOTAL		100%	3,853,093	6,723		100%	

Fuente: Bloomberg, 2017

Mandate Lead Arranger (MLA): Es el segundo rol de mayor importancia dentro de la estructura de sindicación, si existe la presencia del *bookrunner*. Dentro de sus funciones están iniciar el proceso de sindicación, negociar las condiciones del crédito en cuanto a tipos de interés, comisiones, plazos, garantías crediticias y mantener la comunicación constante con el cliente. En ocasiones es posible que el MLA cuente con relaciones comerciales previas con el prestatario (Martín & Téllez, 2011) y es habitual que el *Lead*

⁷ El Global Syndicated, Loan League Tables de Bloomberg consta de más de 54.000 tramos de préstamos activos y aproximadamente 160.000 préstamos sustituidos o retirados, que cubren a casi 40.000 prestatarios únicos en más de 200 países y 100 monedas diferentes. Aquí se presentan reportes del mercado de créditos sindicados en Estados Unidos, Canadá, Latinoamérica, Asia y Pacífico.

Arranger (o uno de ellos si hay varios), pase a desempeñar el rol de *bookrunner* una vez se haya otorgado la financiación.

Arranger: Grupo de bancos que participan en el crédito, ya sea financiando una porción del mismo o como aval.

Borrower: Cliente o prestatario con necesidad de recursos, es el encargado de seleccionar la combinaciones que más se ajusten a sus necesidades financieras concediendo al MLA, banco líder, mediante un mandato, la potestad de estructurar el crédito.

2.3.3 Principales modalidades

Una parte fundamental de los créditos sindicados corresponde a la naturaleza de la suscripción, en virtud de la necesidad del cliente. Existen diferencias en las formas de cierre y puede significar ahorro de tiempos y costos para el prestamista. La tabla 3 muestra los tipos de sindicación más representativos en los mercados.

Tabla 3. Principales modalidades en la sindicación de créditos

Modalidad	Características
Underwritten Deal	Los oferentes no tienen que administrar múltiples bancos. En esta metodología el banco líder garantiza la totalidad del monto requerido, aun si no logra la suscripción deseada con otras

	<p>entidades. Esta es una metodología ideal cuando se busca reducir los tiempos del proceso y además genera comisiones adicionales como el <i>Underwritten Fee</i> para el banco que lo realice.</p>
<p>Best Effort Syndication</p>	<p>Esta es la modalidad más utilizada en el mercado de créditos sindicados en los Estados Unidos. Bajo este acuerdo el banco líder no compromete ni garantiza la colocación total del préstamo aunque realiza su mejor esfuerzo (Gavin R, 2005).</p> <p>Cuando no se logra la suscripción total, el prestatario en ocasiones se ve obligado a aceptar una cantidad mínima a la consignada en el contrato.</p>
<p>Club Deal</p>	<p>Se utiliza cuando la cuantía del sindicado es pequeña. En esta estructura la compensación del banco líder es igual que la de los otros participantes.</p> <p>Es un proceso rápido, donde usualmente el cliente tiene acceso a negociar directamente con todos los bancos.</p>

Fuente: Elaboración propia

2.4 Créditos sindicados en la financiación de proyectos

Normalmente se puede estructurar la financiación de proyectos a partir de recursos propios de los patrocinadores, contratos préstamos bancarios ordinarios, préstamos sindicados o a

través del mercado de capitales local o internacional, específicamente a través de emisiones de bonos (Peschiera, 2011).

En la financiación internacional de proyectos de APP los préstamos bajo el esquema de sindicación son la fuente más común junto con las emisiones de bonos, tanto para infraestructura social como para la infraestructura productiva. A menudo los proyectos de infraestructura vial, por ejemplo, se construyen en fases y atraer deuda mediante una sindicación es ideal, puesto que los recursos se pueden desembolsar en tramos según las necesidades y avances de obra. Esto permite reducir los costos asociados al pago de intereses sobre recursos inutilizados, según Khmel & Zhao (2015). Para Felipe Pinto, del Banco ING, los créditos sindicados pueden ser manejados como un cupo rotativo, y pueden ser desembolsados por partes, lo cual representa un gran beneficio para el cliente pues no deben pagar intereses sobre la totalidad de los recursos desde el desembolso, como ocurriría normalmente con una emisión de bonos.

2.4.1 Ventajas de los créditos sindicados sobre los bonos

En la financiación internacional, los créditos sindicados, juegan un papel importante en el desarrollo de los mercados, tanto en la financiación corporativa como en la de proyectos. Esto tiene que ver mucho con la mayor flexibilidad en el manejo de riesgo ya que pueden financiar proyectos con poca calidad crediticia, que no cumplen las exigentes calificaciones de crédito que se requieren para acceder al mercado bursátil. En la práctica también se

observa que pueden proveer de “financiamiento puente” para aquellos proyectos que por su riesgo de construcción no pueden acceder a las altas calificaciones crediticias requeridas, pero cuyos riesgos en fase operativa, una vez completada la construcción, sí permitirían alcanzar altas calificaciones.

Por otro lado, se encuentran gran número de artículos teóricos sobre la elección de las empresas antes financiarse vía bonos o crédito. Según Blackewll & Kidwell (1988), los costos de emisión de bonos suelen ser muy altos. En este caso, las empresas solo utilizarán este instrumento cuando los fondos que requieran son sustanciales. Según Leland & Pyle (1977) las empresas deben migrar de la deuda bancaria la emisión de bonos a medida que la calidad crediticia de estas aumenta. La tabla 4 resume algunas de las principales características de los créditos sindicados y de la financiación vía bonos.

Tabla 4. Características de los créditos sindicados respecto a los bonos

Tipo de financiación	Características
Créditos sindicados	<p>1. Mayor certidumbre de cierre: Desde el momento que se cierra con el prestamista es posible negociar un <i>Underwritten</i>.</p> <p>2. Mayor flexibilidad: Normalmente la banca es más flexible para renegociar las condiciones y para asumir riesgos. Por ejemplo en caso de producirse ampliaciones</p>

	<p>al proyecto, prepago de la obligación o renegociar las condiciones.</p> <p>3. Ideal en países emergentes: No muchas empresas cuentan con la solidez ni el tamaño para exponerse a una calificadora de riesgos.</p> <p>4. Menores costos de estructuración: No se requieren costos de bolsa, ni calificación de riesgo (Blackewll & Kidwell, 1988).</p> <p>5. Menores tiempos de ejecución: Un sindicato se puede organizar de manera más rápida y discreta (Godlewski & Weill, 2008).</p>
Bonos	<p>1. Mayor incertidumbre: No se tiene certeza del éxito sino hasta la colocación en la subasta.</p> <p>2. Menor flexibilidad: Financiarse mediante bonos depende de factores externos como la opinión de las calificadoras de riesgos y la liquidez del mercado.</p> <p>3. Ideal en mercados desarrollados: Donde existe una buena cantidad de empresas de gran tamaño, gobierno corporativo y buenos reportes financieros capaces de enfrentar un proceso de emisión en el mercado de valores, con toda la regulación y el trámite que esto conlleva.</p> <p>4. Mayores plazos de financiación: Es posible obtener plazos de 30 años.</p>

--	--

Fuente: Elaboración propia

2.5 Panorama de los créditos sindicados en Latinoamérica

Para los países emergentes, diferentes autores plantean que la financiación a través de sindicados resulta más eficiente que la financiación vía bonos.

Para Gadanez (2004), los préstamos sindicados en el contexto de los países emergentes son menos costosos que los bonos emitidos en términos de honorarios de originación. Además, en comparación con los bonos, los sindicados se pueden organizar de manera más rápida. También el bajo desarrollo de los mercados financieros en economías emergentes, principalmente en Latinoamérica, hace que los bonos resulten ser una alternativa limitada frente a los préstamos sindicados. Los beneficios de la sindicación tanto para bancos como para prestatarios muestran que esta práctica es importante para desarrollo económico en los mercados emergentes (Godlewski & Weill, 2008). Esta expansión contribuye a mejorar las fuentes de financiación externas y por consiguiente favorece la inversión en estas economías.

En los mercados menos desarrollados, no todos los bancos locales cuentan con equipos especializados en financiación de proyectos que les permitan entender y estructurar los riesgos para ser evaluados y presentados correctamente a los comités de crédito.

Esto ha llevado a que los bancos locales filiales de bancos internacionales sean los primeros en desarrollar el segmento de financiamiento de proyectos, producto de su experiencia internacional. Posteriormente son seguidos por la banca local, que los ofrece para no perder cuota de mercado.

El *Global Syndicated, Loan League Tables de Bloomberg*, en el gráfico 1 con corte a diciembre de 2017 muestra cómo está el mercado de créditos sindicados en Latinoamérica por sectores.

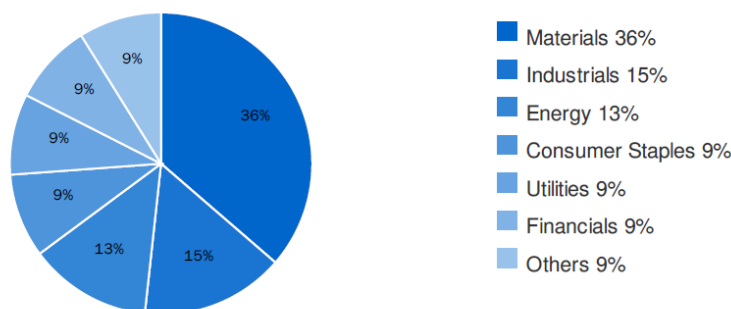


Gráfico 1. Créditos sindicados en Latinoamérica por sector

Fuente: Bloomberg, 2017

El volumen total de préstamos para América Latina en el año fiscal 2017 disminuyó 9,66% a USD 31,6 mil millones mientras que el número total de negocios disminuyó 24,37% a 90 ofertas.

En el ranking de los bancos que actuaron como *bookrunner*, Scotiabank, se ubicó como el principal corredor de préstamos para América Latina en el año fiscal 2017 con un 10,10%

de la cuota de mercado acreditada. El banco actuó como *bookrunner* en 25 ofertas durante el período. Banco Bilbao Vizcaya Argentaria y Citibank ocuparon el segundo y tercer lugar con 9,42% y 8,28% de participación, respectivamente.

Tabla 5. Ranking de *bookrunners* en Latinoamérica

Firm	FY 2017				FY 2016		
	Rank	Mkt Share(%)	Volume (USD Mln)	Deal Count	Prev Rank	Prev Mkt Share(%)	Mkt Share Chg(%)
Scotiabank	1	10.102	2,894	25	9	4.619	5.483
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	2	9.425	2,700	15	1	9.527	-0.102
Citi	3	8.280	2,372	14	6	6.702	1.578
JP Morgan	4	6.424	1,841	11	4	6.914	-0.490
HSBC	5	6.331	1,814	11	15	2.156	4.175
Sumitomo Mitsui Financial	6	6.307	1,807	8	3	6.982	-0.675
Banco Santander	7	6.078	1,741	10	5	6.706	-0.628
BNP Paribas	8	5.350	1,533	12	24	0.945	4.405
Credit Agricole CIB	9	4.639	1,329	7	8	4.771	-0.132
Bank of America Merrill Lynch	10	4.509	1,292	8	14	2.502	2.007
TOTAL		100%	28,650	73		100%	

Fuente: Bloomberg, 2017

En Latinoamérica el mercado de créditos sindicados está dominado por los bancos internacionales tanto de Estados Unidos como de la zona euro, que cuentan con equipos altamente calificados y grandes cupos de crédito para las necesidades de la región. Es común que proyectos de gran tamaño, con inversiones cercanas o superiores a los USD 500 millones, simplemente no alcancen a lograr sus necesidades de financiación a través de la banca local, incluso si actúan en una sindicación, por tal razón deben recurrir a los bancos internacionales.

También es importante señalar que el problema de acudir a la banca internacional para financiar proyectos con ingresos denominados en moneda local, radica en el descalce que

normalmente representa un riesgo de tasa de cambio, a menos que sea posible contratar coberturas de tasa a largo plazo. En este sentido, en Colombia por ejemplo y dada la necesidad de recursos para financiar proyectos 4G, el Gobierno Nacional abrió recientemente la posibilidad de que los bancos extranjeros presten en moneda local, lo cual reduce de manera importante el riesgo de cambio en proyectos con vigencias futuras en pesos⁸. Esta es una de las inquietudes planteadas a los expertos en las entrevistas. Para Sebastián Eslava, de SMBC Sumitomo, en los corporativos casi siempre existe cobertura natural, pues son compañías que cuentan con ingresos en dólares y en cuanto a los *project finance*, reconoce los esfuerzos por parte del Gobierno Nacional aunque considera que estas estructuras pueden encarecer los costos de transacción. Para Felipe Pinto, de Banco ING, siempre se ofrece la transacción con la cobertura o el *swap* necesario y normalmente la cobertura resulta un negocio adicional para las mesas de divisas de los bancos, en *project finance*, por ejemplo, se han llegado a ver coberturas en transacciones con plazos de hasta 15 años, lo cual resulta novedoso y atractivo para los clientes (ver entrevistas).

2.6 El mercado de créditos sindicados en Colombia

Hasta 1870 en Colombia no existía un solo banco, hasta ese momento los más grandes comerciantes y la Iglesia controlaban el mercado crediticio, es más, todavía no circulaban

⁸ Bogotá, 24 de mayo de 2017 (COMH). El Ministro de Hacienda, Mauricio Cárdenas, y el Presidente de la Financiera de Desarrollo Nacional (FDN), Clemente del Valle, presentaron la Línea de Fondeo en Pesos, un producto que permitirá la vinculación de un mayor número de financiadores internacionales en proyectos de infraestructura, focalizado inicialmente al sector transporte y 4G, sin dejar de lado proyectos de energía y sociales.

billetes de ninguna clase y el medio de pago eran las monedas de oro, plata, níquel y cobre. Es decir, el sistema crediticio y monetario era muy poco desarrollado (Meisel Roca, s.f.).

Ese año se funda el Banco de Bogotá, primer banco privado en el país, gracias a, principalmente, las siguientes razones: (i) el desmonte de “los censos”, que se refería del sistema del crédito hipotecario que controlaba la Iglesia desde la colonia, (ii) la promulgación de la Constitución de Rionegro, y (iii) el crecimiento y recuperación de la economía colombiana debido al auge de las exportaciones (Meisel Roca, s.f.). Posteriormente en un corto periodo se abrieron 34 nuevos bancos privados en ciudades como Bucaramanga, Medellín, Cartagena, Popayán, Barranquilla, y Bogotá. Fue el periodo donde más bancos se han abierto en Colombia.

En la década de 1980, las alzas en el precio internacional del petróleo ocasionaron un incremento en el precio de la energía, que inmediatamente generó un efecto inflacionario en las economías al ser el insumo básico del transporte, la producción y la distribución. Adicionalmente, Estados Unidos realizó cambios en su política monetaria con un incremento en las tasas de interés impactando la economía mundial y la balanza de pagos en varios países latinoamericanos. Esta situación generó una crisis mundial con grandes déficit fiscales, elevadas deudas externas, volatilidades en las tasas de cambio e inflaciones elevadas.

En el caso colombiano, el escenario internacional se juntaba con la terminación de la bonanza cafetera de la década anterior, que generó una desaceleración del crecimiento económico, un déficit de cuenta corriente en la balanza de pagos y un incremento del endeudamiento externo. Estas situaciones afectaron implacablemente al sistema financiero, que en ese momento presentaba una débil regulación con un reconocimiento tardío de las pérdidas, mínimo nivel de provisiones y permisividad para el uso de los recursos del público para adquisición de empresas y préstamos a compañías industriales de propiedad de los mismos dueños de las entidades financieras, los llamados autopréstamos.

El número de entidades comprometidas en los autopréstamos generó que la situación de los bancos y las entidades financieras se tornara incierta, con deudas de difícil cobro, poniendo en riesgo los ahorros del público. Esto obligó a la Superintendencia Bancaria a intervenir algunas entidades y al Banco de la República a otorgar créditos de emergencia al sector real para incentivar el crecimiento económico y el empleo. Posterior a esta reestructuración del andamiaje legal y la composición de los bancos, en 1986 el sistema financiero ya reportaba utilidades y el número de entidades financieras se redujo (Caballero Argáez , 2010).

La banca local tuvo su mayor desarrollo con la apertura de la economía en los años noventa del siglo pasado. La globalización, la llegada de capitales externos, la Ley 45 y la corriente de privatizaciones y concesiones fueron las causas del mayor auge de esta actividad (Caballero Argáez , 2010).

Respecto a los créditos a largo plazo para la financiación de la industria y la agricultura, estos iniciaron en 1951 cuando una reforma financiera permitió que los bancos comerciales acudieran al Banco de la República para este fin. Es así como inició desde este año la era del crédito de fomento.

En agosto de 1997 se cerró una de las mayores operaciones en la historia del sector financiero colombiano, el 51% de las acciones del Banco de Colombia fueron adquiridas por el Banco Industrial Colombiano “BIC”. Una vez se realizó la fusión, los nuevos dueños del Banco de Colombia consiguieron un crédito sindicado por USD 265 millones para pagar la compra y aprovecharon el boom mediático para rebautizar la entidad con la marca Bancolombia. También decidieron la fusión con Corfinsura y Conavi e iniciaron un proceso de internacionalización.

Desde ese momento se empezaron a adoptar y masificar las prácticas principalmente de Estados Unidos y Europa para que la banca local pueda atender las necesidades de financiación de las empresas que se encuentran en un acelerado plan de expansión.

En diciembre de 2006 la mayor cementera de Colombia, Cementos Argos, obtuvo un crédito sindicado de USD 480 millones. La operación estableció además una nueva relación con bancos internacionales y comenzó relaciones comerciales con un total de 10 instituciones financieras nuevas. Dos años más tarde, once de los diecisiete bancos que operaban en el país, Bogotá, Occidente, AV Villas, Popular, Bancolombia, de Crédito,

BBVA, Santander, BCSC, Davivienda y Agrario le otorgaron un crédito sindicado a Ecopetrol por 2,2 billones de pesos, a un plazo de siete años con dos de gracia, y la tasa de interés fue de DTF más cuatro puntos. Fue la primera vez que la banca local otorgó un crédito sindicado de esa magnitud.

En 2010, la generadora de energía Isagen firmó un crédito sindicado a 10 años de plazo, con tres años de gracia, por 1,54 billones de pesos con un grupo de 10 bancos, para asegurar más del 70 por ciento de la financiación de su proyecto Hidrosogamoso. Así mismo, Credivalores consiguió también con la banca local dos créditos sindicados por 239.000 millones de pesos con el objetivo de continuar sus planes de crecimiento.

En el año 2011 tuvo lugar un hecho fundamental para Colombia, la estructuración del crédito sindicado para la financiación de la Ruta del Sol. Era la primera vez que se estructuraba un *project finance* local y con recursos locales de estas dimensiones. Tanto así que la publicación *Project Finance International (PFI)* y Thomson Reuters, en una ceremonia de gala en Londres, le otorgaron a la banca de inversión Corficolombiana el premio al negocio del año en el sector transporte. El cierre financiero del proyecto fue de 1,5 billones de pesos, de los cuales 1,2 billones corresponden a un crédito estructurado (10 años con cuatro de gracia a capital) y 300 mil millones a un cupo de capital de trabajo.

Un año después, en 2012, Ecopetrol comunica el cierre financiero de la fase uno del oleoducto Bicentenario mediante la contratación de un crédito sindicado con bancos

colombianos por valor de 2,1 billones de pesos a un plazo de 12 años con un periodo de gracia de un año. En septiembre de 2014, la Empresa de Energía de Bogotá S.A. E.S.P. desembolsó a través de una de sus compañías los recursos de un crédito sindicado de largo plazo suscrito con la banca internacional liderado por BBVA, Itaú y Scotiabank, por un monto de USD 645 millones.

En diciembre de 2016 Promigás anunció dos financiaciones para su planta regasificadora y para el transporte de gas, el primero por USD 100 millones estructurado por Davivienda y Corpbanca, y otro por USD 210 millones, donde participaron los bancos JP Morgan, Banco de Crédito del Perú, Bank of America, Bank of Tokyo Mitsubishi, Citi, Mizuho, Scotiabank, Sumitomo, Banco BCI, Banco Sabadell, Banco Santander Colombia, Banco Santander España, EDC, ING, e Intesa Sanpaolo. Asimismo, este mismo año, Tecnoglass líder en la fabricación de vidrio, ventanas, productos de aluminio y sistemas arquitectónicos para la construcción residencial y comercial, cerró un crédito sindicado por USD 109,5 millones a un plazo de siete años. El crédito sindicado cuenta con una porción de deuda en dólares que representa el 71% del total y el 29% restante en pesos colombianos. Los bancos participantes son el Banco de Crédito del Perú, el Banco Davivienda, el Banco Colpatria, Bladex, Metrobank, el Banco Sabadell, el Banco Aliado y Balboa Bank & Trust.

Finalmente, el Gobierno Nacional a través de la Agencia Nacional de Infraestructura (ANI) adjudicó 30 proyectos de autopistas de cuarta generación. Según entrevista dada por Clemente del Valle, presidente de la FDN, a la fecha se han logrado cierres financieros por

cerca de 20 billones de pesos, pero hacen falta otros 20 billones o un poco más, sobre todo teniendo en cuenta que después vienen proyectos para ejecutar en las ciudades, como el metro en Bogotá.

3. Conclusiones

A través de la historia y por un camino lleno de obstáculos se transitó desde el neolítico y el nacimiento de la agricultura, pasando por el euromercado después de la Segunda Guerra Mundial y llegando a Colombia en los años sesenta del siglo XIX cuando la economía comenzó a vincularse con el extranjero a través de las exportaciones agrícolas, llegando a la banca universal de hoy en día.

Colombia en los últimos años está viviendo un auge en materia de infraestructura, energías renovables, inversión productiva y turismo que exige un mercado financiero dinámico y cambiante. Una financiación que se adapte a las exigencias del mercado se hace indispensable para poder desarrollar los proyectos.

Asimismo, el crecimiento y expansión de las empresas colombianas son una tendencia creciente tanto localmente como en la región, pues cada vez son más las compañías nacionales que están en capacidad de expandir sus operaciones y que han empezado a incursionar en nuevos mercados dentro del país y en el exterior.

Por lo anterior, los créditos sindicados son una alternativa, diversa y flexible de financiación que se adecúa a las necesidades del país y a las limitaciones de los prestamistas.

Para los bancos globales en Colombia se percibe un ambiente de seguridad jurídica y estabilidad financiera fundamental para la llegada de inversión extranjera directa. Esto en línea con el plan de inversiones en materia de infraestructura para los próximos años, propician el ambiente ideal para alcanzar las metas en financiación local. La experiencia ha sido buena con varias transacciones exitosas, sin embargo se requiere esfuerzos para simplificar la tramitología. Colombia es uno de los países de la región donde más se demora una transacción ya sea privada o pública.

Según Sebastián Eslava, de SMBC, la banca local ha desarrollado una serie de estándares de mercado que vuelven costosas las transacciones y retrasan el cierre financiero de los créditos.

La llegada de jugadores internacionales es una realidad, el Gobierno Nacional y la FDN están haciendo un trabajo importante para permitir la entrada de estos en la financiación de infraestructura.

Si la banca local no quiere perder participación en su propio territorio, deberá ajustar sus términos y condiciones a los vistos hoy en día en mercados desarrollados.

4. Referencias

- ANIF. (23 de agosto de 2016). Comentario Económico del Día. Obtenido de <http://anif.co/sites/default/files/ago23-16.pdf>
- Armstrong, J. (Junio de 2003). The Syndicated Loan Market: Developments . *The Syndicated Loan Market: Developments in the North American Context*. Ontario, Canada: Bank of Canada.
- Blackewll, D. W. & Kidwell, D. S. (1988). An investigation of cost differences between public sales and private placements of debt. *Journal of Financial Economics*, 22, págs. 253-278.
- Bloomberg (2017). Global Syndicates Loans, League Tables.
- Caballero Argáez , C. (7 de mayo de 2010). Un rápido recorrido por la historia del sector financiero en Colombia. *Dinero*. Obtenido de <https://www.dinero.com/columnistas/edicion-impresa/articulo/un-rapido-recorrido-historia-del-sector-financiero-colombia-carlos-caballero-argaez/95393>
- De Gispert Pastor, M. (1986). *Los créditos sindicados: su integración en el sistema jurídico español*. Barcelona: Bosch.
- Esty, B. (2001). Structuring Loan Syndicates: A Case Study of the Hong Kong Disneyland Project Loan. *Journal of Applied Corporate Finance* 14, 14(3), 80-95.
- Fernández de la Gándara, Luis (1997): Los préstamos y créditos sindicados con interés variable. En: Calvo Caravaca, Alfonso L. y Fernández de la Gándara, Luis (dirs.), *Contratos Internacionales* (Madrid, Tecnos), pp. 864-902.
- Gadanecz, A. (2004). Developing country economic structure and the pricing of syndicated credits. *Journal of Development*, 40, 143-1173.
- Gavin R, S. (2005). Arranger Fees in Syndicated Loans - A Duty to Account to Participant Banks. *Penn State International Law Review*, 24.
- Godlewski, C., & Weill, L. (25 de abril de 2008). Syndicated loan in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 206 -219.

- Gorton, G., & Pennacchi, G. (Junio de 1995). Banks and loan sales marketing nonmarketable assets. *Journal of Monetary Economics*, 35, 389-411.
- Khmel, V. & Zhao, S. (22 de mayo de 2015). Arrangement of financing for highway infrastructure projects under the. *IATSS Research*, 138 - 135.
- Leland, H. & Pyle, D. H. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2).
- León Murillo, A. (2007). Naturaleza jurídica del crédito sindicado. (Tesis de grado) Universidad de Costa Rica: San José.
- Martín, J. L. & Téllez, C. (05 de mayo de 2011). Créditos sindicados y emisiones internacionales de bonos. *Revista de Contabilidad y Dirección*, 12, 73-94.
- Meisel Roca, A. (2001). Orígenes de la banca comercial en Colombia: la banca libre, 1870-1886. *Credencial Historia*, 135. Obtenido de: <http://www.banrepcultural.org/biblioteca-virtual/credencial-historia/numero-135/origenes-de-la-banca-comercial-en-colombia>
- Morán García, M. (2000). Los créditos sindicados denominados en euromonedas (eurocréditos) y el derecho internacional privado español. Los créditos sindicados denominados en euromonedas (eurocréditos) y el derecho internacional privado español. Alicante: Biblioteca Virtual Miguel de Cervantes.
- Peschiera, D. (2011). Emisión internacional de bonos para el financiamiento de proyectos. *IUS ET VERITAS* 42, 132 -148.

5. Anexos

Una parte fundamental para la realización de este trabajo, luego de revisar la bibliografía, tiene que ver con el aporte de expertos internacionales en el mercado de créditos sindicados. Su amplia visión y la participación en innumerables transacciones en la región y en Colombia particularmente nos permiten una comprensión más detallada sobre las necesidades de financiación, de las empresas, los gobiernos y proyectos, además evidencia

el apetito y las motivaciones de la banca internacional para entrar a participar en el mercado local y en la región.

Hemos formulado una serie de preguntas que abarcan las temáticas más relevantes de los créditos sindicados para obtener una mayor comprensión, esta vez desde la práctica y la experiencia de quienes estructuran y participan de la transacción. Hay que resaltar que las respuestas a la entrevista son puntos de vista únicos y exclusivos de los entrevistados y no versiones oficiales de las instituciones en las cuales trabajan. Es decir, ING Capital LLC y Sumitomo Mitsui Banking Corporation, SMBC.

5.1 Entrevista realizada a Felipe Pinto – Banco ING

Felipe es el vicepresidente de créditos sindicados en ING Capital LLC, lleva más de siete años trabajando en préstamos sindicados en distintos bancos internacionales como Sumitomo Mitsui Banking Corporation y BBVA en Nueva York cubriendo Latinoamérica, tanto para préstamos corporativos, como para *project finance*. Su experiencia se extiende en la estructuración y distribución de préstamos sindicados a bancos locales de la región e internacionales. Ha cerrado operaciones de crédito en México, Panamá, Colombia, Perú, Chile, Brasil y Argentina. Entre los diferentes sectores que atiende se destacan principalmente, infraestructura, *oil and gas*, energía, telecomunicaciones, agricultura, *commodities*, entre otros.

A continuación se presenta la entrevista completa realizada al experto Felipe Pinto, del Banco ING:

1. ¿Es ING un jugador importante en el mercado de los créditos sindicados?, ¿cuál es su valor diferenciador?

ING es una institución que se caracteriza por no tener el costo de fondeo más bajo, comparado por ejemplo con un Sumitomo. Esto hace que no tengamos presencia en las transacciones más grandes de la región. En cuanto a corporativo, nos enfocamos en operaciones de estructura más compleja, con altos apalancamientos, compañías no tan reconocidas, márgenes de LIBOR + 300 - 400 pbs, y estamos enfocados en el sector *commodities* preferiblemente. En *project finance* somos más activos, e intentamos competir con Sumitomo, siempre estamos dispuestos a presentar *Underwritten* con estructuras amigas para el cliente y que sean vendibles en el mercado de sindicados. El servicio es más personalizado, tenemos un equipo específico para cada transacción.

2. ¿Cuáles son las características principales para que ING tenga interés en participar en un crédito sindicado (*tickets* mínimos, plazos, sectores, *fees*, entre otras)?

En términos de industrias, somos activos en infraestructura, *oil and gas*, energías renovables, estamos en el top 3 de bancos que hacen *commodities*. Los bancos grandes siempre tienen un ticket mínimo, en el caso de ING esto puede ser de USD 30 o USD 40 millones mínimo para evaluar si entramos en una transacción. En cuanto a plazos, en corporativo estamos con estructuras de tres a siete años. En *project finance* los plazos pueden ir entre siete y 18 años; en Mini-Perm, cuatro años.

3. **¿Qué papel o rol desempeña ING normalmente en este tipo de préstamos (*bookrunner*, *Mandated Lead Arranger*’ (*MLA*), *lead manager*’/ *lead arranger*’, *arranger*’ y participante)?**

El mismo que todos los bancos grandes, siempre nos gusta liderar, ser el *bookrunner* es el principal objetivo en cada transacción. Podemos participar en otros roles, si hay alguna circunstancia especial, pero el interés de todos los bancos importantes en la región es ser el banco líder.

4. **¿Cuál o cuáles son los casos exitosos de créditos sindicados que usted más recuerda? ¿Cuáles son las principales características (deudor, monto, plazo, tipo de proyecto, bancos participantes, características especiales, etcétera)?**

En Colombia hemos participado en varios, unos más complejos que otros, empezando por el más reciente el caso de EEB, un crédito sencillo, pero muy exitoso debido al apetito del mercado. El monto era cercano a USD 749 millones y se logró levantar cerca de USD 1,3 billones. Estuvo sobredemandado lo cual es un “problema” bueno para los *bookrunners*.

Otra interesante fue una transacción que hicimos a Transfigura para la compra de unas barcazas para el río Magdalena. Fue muy complicada, sufrida, era una estructura de cinco y siete años en dos tramos. Lo difícil era que hacer siete años en Latinoamérica no es muy usual y salir al mercado en esas condiciones lo hacía complejo, tenía además

estructura de corporativo y de *project finance*, era como un híbrido. Fue complicado pero finalmente se hizo. No estuvo sobredemandada, se llegó al límite. Yo creo que si nos dicen “levanten USD 20 millones más”, no lo habríamos logrado.

Por el lado de *project finance*, estuvimos en conexión norte que es una de las 4G, fue la primera 4G sindicada en el mercado bancario en dólares. Fuimos los pioneros, fue muy compleja, tuvimos que vender a descuento, aunque finalmente se logró. En esta operación influyó mucho el acuerdo de paz, cuando la gente votó por el “no” muchos bancos se cayeron porque no se sentían cómodos con Colombia.

Recientemente estuvimos en Brasil en una transacción de USD 755 millones, una adquisición en el sector de telecomunicaciones. No participaron muchos bancos, sin embargo fue un éxito. Se levantaron USD 1,5 billones, el doble. Una operación donde el apalancamiento estaba en 6,3, lo cual es demasiado alto para un corporativo.

5. ¿Qué ventajas e inconvenientes ofrece la modalidad de los créditos sindicados?, ¿es preferible a otras vías de financiación?, ¿por qué?, ¿cómo se compara la financiación sindicada con la emisión de bonos?

Alternativas de fondeo en el mercado de créditos bancarios hay varias. Dentro de los sindicados por ejemplo esta el *full underwritten*, que es cuando el banco líder garantiza el monto de la transacción. Y el *best offers* donde se trata de conseguir el monto, pero

sin garantía. Cuando es *full underwritten*, se ponen cláusulas que pueden afectar el precio, los *covenans* del crédito, costos para el cliente. También están los *deals*, donde el cliente puede negociar con los bancos las condiciones. Estas son las principales, tienen ventajas o desventajas según la transacción.

Los bonos pueden ir a más largo plazo. En sindicados no vamos tan lejos máximo 18 años. En un bono te desembolsan los recursos en el día 1. En los sindicados, se puede desembolsar una parte o hacerlo rotativo por si el cliente no requiere todos los fondos en un solo giro, así solo pagaría interés sobre lo desembolsado y una comisión menor sobre lo no desembolsado, lo cual es más barato al no tener que pagar intereses sobre la totalidad.

6. ¿Cuánto puede tardar el proceso completo de sindicación de un crédito desde que el futuro deudor contacta al estructurador hasta el primer desembolso?, ¿cuáles son los principales factores que pueden afectar estos tiempos?

En Latinoamérica, a excepción de Colombia, un corporativo puede tardar 1,5 meses desde el momento que el cliente selecciona el banco líder.

En un *project finance* es más demorado por los *due dilligence*, aprobaciones gubernamentales, licencias, temas sociales y de impacto en la comunidad. Esto puede ser de tres a seis meses.

En Colombia estos tiempos pueden ser el doble, como en el caso de los clientes públicos. También tenemos una percepción de que en Colombia se hacen distinto las

cosas a como se hacen en la región. Por ejemplo, cuando uno syndica a un banco colombiano y le ofrece la posibilidad de entrar en el contrato con un tiquete y unas condiciones de comisiones, el banco lo llama y le dice: “listo, ya el área de crédito aprobó, aquí está nuestra carta de compromiso para entrar en el crédito”. Cuando el banco líder revisa esta carta, las condiciones resultan ser totalmente diferentes a las establecidas en la oferta o borrador inicial. Eso nos ha pasado mucho con la banca colombiana.

7. ¿Cómo influye el riesgo soberano a la hora de decidir entrar a financiar un proyecto en determinado país?, ¿en alguna transacción han utilizado las garantías que brindan organismos como Banco Mundial para cubrir algunos riesgos soberanos?

El mercado de créditos sindicados no reacciona ni es tan volátil como el mercado de bonos. Los bancos en los sindicados no reaccionan tan rápido, se vuelven más precavidos, pero pueden seguir estudiando la posibilidad.

Ahora bien, la participación de un multilateral en un país no muy estable, apoyando con una garantía, hace más atractiva la transacción. En Argentina y Ecuador hemos visto la participación de multilaterales que nos dan confianza a la hora de entrar a syndicar. En realidad son los países menos buenos, por decirlo de alguna manera, los que más se benefician.

8. ¿Cuál es la percepción que hay de Colombia entre los grandes jugadores de créditos sindicados? ¿Es un mercado atractivo?

Sí nos parece demasiado atractivo. Las transacciones por lo general se hacen bien, se venden bien, como el caso de EEB. Por lo general, cuando se hace un corporativo en Colombia se vende muy bien, aunque trabajar con bancos locales es muy complejo. Exigen demasiado trámite que hace que uno como banco líder, piense dos veces si quiere invitar a un banco colombiano. Son cosas simples como que los documentos tienen que estar con aval de notaría, firmas originales, cuando a nivel de la región por lo general, los documentos no se pasan por notaría, y un simple PDF es válido para validar una firma. Todo esto hace el proceso más complejo para el cliente.

9. ¿Existen mecanismos de cobertura a largo plazo que permitan a entidades extranjeras participar en créditos sindicados en Colombia?, ¿cuáles son las ventajas y desventajas?

Siempre la estructura debe contar con algún tipo *swap* de pesos a dólares, los bancos que entran al crédito sindicado por lo general proveen el *swap* como medida de cobertura para mitigar cualquier riesgo de tipo de cambio, además de que es una forma de ganar más dinero en la transacción desde el punto de vista del banco. También se pide hacer *hedge* sobre libor.

Existen equipos especializados en estructurarlo. En los *project finance* hemos visto *swap* de 15 años, que por lo general se hace a prorrata. Por ejemplo, si en el sindicado entraron 15 bancos y estos cuentan con la posibilidad de estructurar el *swap* para su porción en el crédito lo hacen, si no, otro banco les provee el *swap*.

10. ¿Considera usted que hay buenas prácticas o nuevas metodologías en el mercado internacional de los créditos sindicados que hoy no han incursionado en Colombia?

Es más por parte de las instituciones financieras locales, no tanto por los clientes, aunque con las compañías públicas se presentan contratiempos, por ejemplo se negocia un *term sheet* que inicialmente se acepta, pero luego durante el proceso, nos quieren cambiar la estructura que había sido aceptada inicialmente.

11. ¿Cuáles son las perspectivas de desarrollo del negocio en Colombia y hacia dónde van las tendencias en los créditos sindicados?

Hay que esperar cuánto crece el país, cómo se presenta esa dinámica y qué necesidades surgen. Ahora tenemos un presidente de derecha que es lo que le gusta a la banca. Por nuestra parte hay mucho apetito en la región, se están abriendo oficinas de representación permanentemente y se están creando fondos de inversión para financiar *project finance*.

12. ¿Qué piensa de los instrumentos *mezzanine* y cómo estos pueden integrarse a los créditos sindicados?

No soy el experto en *mezzanine*, pero es algo que hemos empezado a ver en la región de manera muy tímida. Creo que hay desconocimiento, es un proceso lento de educación, para entender cómo funciona en los países desarrollados y ver qué programas se hacen para atraer inversionistas a participar en esta clase de financiación.

5.2 Entrevista realizada a Sebastián Eslava - SMBC Sumitomo

Sebastián es asociado de *project finance* - Latin America para Sumitomo Mitsui Banking Corporation, SMBC. Ha participado en la estructuración de créditos sindicados de gran tamaño para Colombia y Panamá principalmente. A continuación se presenta la entrevista completa realizada al experto Sebastián Eslava, del Banco Sumitomo:

1. ¿Es SMBC un jugador importante en el mercado de los créditos sindicados?, ¿cuál es su valor diferenciador?

Es un jugador muy importante a nivel mundial con presencia y reconocimiento en Asia, Europa y América, los cuales son atendidos desde Tokio, Hong Kong y Singapur, Londres y Nueva York respectivamente. Su reconocimiento es tal que en el año 2016 fuimos escogidos como el banco global del año en *project finance* por Project Finance International y el banco americano del año en *project finance* por IJ Global.

En Colombia hemos venido incursionando de manera creciente y hoy en día, estamos en transacciones muy importantes y hemos financiado a las empresas más importantes del país, no solo en *project finance* sino en operaciones de créditos estructurados corporativos.

El mayor atractivo de SMBC es su trayectoria y reconocimiento internacional, que se traduce en agilidad para cerrar las transacciones y mejores condiciones para todas las partes involucradas (clientes, prestamistas). Nuestra experiencia nos permite tener un abanico de mitigantes para que los diferentes riesgos sean asignados de la mejor manera.

2. ¿Cuáles son las características principales para que SMBC tenga interés en participar en un crédito sindicado (*tickets* mínimos, plazos, sectores, *fees*, entre otras)?

En créditos corporativos el principal atractivo es el tamaño de la empresa y la fuente de repago del crédito. Sin embargo, también nos interesa el potencial de crecimiento de la relación, buscando generar mayor valor y dinámica en cuanto a nuevos servicios o nuevos negocios en el corto y mediano plazo.

En cuanto a tiquetes, estos deben ser atractivos, por la movilización de recursos, negociación de documentos, movilización de personal desde NY, entre otras. Los plazos dependen mucho del tipo de las transacciones. Por ejemplo, si es un *trade finance*⁹ los plazos van desde 1uj mes hasta dos o tres años, en *corporate finance* los plazos van entre cinco y siete años y en *project finance* pueden ir hasta 18 o 20 años. SMBC participa en todos los sectores de la economía, hasta la fecha no tenemos sectores que estén vetados al interior. Sin embargo, buscamos liderazgo en infraestructura y energía renovable. Somos muy precavidos en proyectos donde se involucre el carbón. Una condición de financiamiento y política interna es que todo proyecto o financiación debe cumplir Principios de Ecuador y lineamientos de derechos humanos.

3. ¿Qué papel o rol desempeña SMBC normalmente en este tipo de préstamos? (*bookrunner*, *Mandated Lead Arranger*' (*MLA*), *lead manager*/ *lead arranger*, *arranger* y participante)?

En los últimos años, y por la experiencia y reconocimiento que hemos tenido, estamos participando activamente como *bookrunner* y también nos gusta mucho el rol de *Mandated Lead Arranger*. Sin embargo, podemos participar en todos los roles en los

⁹ Trade Finance hace referencia a las actividades monetarias relacionadas con el comercio internacional. Incluye desembolsos de créditos, emisión de cartas de crédito, factoring, créditos de exportación y seguros. Las empresas involucradas pueden ser importadores y exportadores, bancos y financieros, aseguradoras y agencias de crédito a la exportación y proveedores de servicios.

que los inviten, si la transacción es atractiva. En *project finance* también hacemos el rol de *structured bank*.

- 4. ¿Cuál es, o cuáles son los casos exitosos de créditos sindicados que usted más recuerda?, ¿cuáles son las principales características (deudor, monto, plazo, tipo de proyecto, bancos participantes, características especiales, etcétera)?**

En créditos corporativos sindicados, uno de los más relevantes ha sido la adquisición del 22% en el Oleoducto Central S.A. (Ocesa) por parte de Advent International, esta operación superó los USD 500 millones y con plazos entre cinco y siete años, posteriormente participamos en la transacción de Isagen por más de 1,5 billones de pesos, donde SMBC fue el bookrunner, junto con Scotiabank. Esta operación fue doble moneda, característica que en el mundo y en Latinoamérica no es muy común, pero que dejó un gran aprendizaje sobre el mercado colombiano y la banca local.

- 5. ¿Qué ventajas e inconvenientes ofrece la modalidad de los créditos sindicados?, ¿es preferible a otras vías de financiación? ¿por qué? ¿cómo se compara la financiación sindicada con la emisión de bonos?**

La principal ventaja de los créditos sindicados es que no requieren calificación externa, los tiempos para conseguir los recursos son más cortos, los términos y condiciones son

más flexibles y se pueden pactar desembolsos parciales de acuerdo a las necesidades del flujo de caja de la empresa que requiere el crédito.

Si la empresa quiere diversificar sus fuentes de financiación, puede acudir a la emisión de bonos. Bajo esta modalidad el interés es más bajo, pero aquí hay menos flexibilidad y el desembolso debe ser total desde el momento cero.

6. ¿Cuánto puede tardar el proceso completo de sindicación de un crédito desde que el futuro deudor contacta al estructurador hasta el primer desembolso?, ¿cuáles son los principales factores que pueden afectar estos tiempos?

En el mundo, un crédito sindicado corporativo puede demorarse entre dos y tres meses y un *project finance* puede tardar entre tres y seis meses. Todo depende de la calidad y disponibilidad que tenga el futuro deudor de la información y el posicionamiento en el mercado.

Algo muy diferente se vive en Colombia, donde un crédito sindicado corporativo se puede cerrar entre tres y seis meses, y un *project finance* puede tardar más de un año e inclusive hasta dos años, e casos como los de 4G. Esta situación se da por la falta de experiencia de los *sponsors*, de los bancos, y por los escándalos de corrupción por los que últimamente ha atravesado el país.

- 7. ¿Cómo influye el riesgo soberano a la hora de decidir entrar a financiar un proyecto en determinado país?, ¿en alguna transacción han utilizado las garantías que brindan organismos como Banco Mundial para cubrir algunos riesgos soberanos?**

Es la primera pregunta que todo *front office* debe responder a los departamentos de riesgo de las instituciones financieras. En ocasiones, cuando el riesgo no es muy atractivo, buscan estas garantías para cubrir el riesgo de la financiación. Sin embargo, en SMBC no es muy común. Hay unos países objetivo, donde se ha realizado un estudio minucioso del riesgo y hay bastante apetito por entrar.

- 8. ¿Cuál es la percepción que hay de Colombia entre los grandes jugadores de créditos sindicados, ¿es un mercado atractivo?**

Colombia es un mercado muy atractivo internacionalmente, todos los grandes jugadores han entrado o quieren entrar en el país. Es una nación estable, sin *default* reciente en su historia, con un *pipeline* de proyectos interesante, y con compañías grandes, sólidas en sus estructuras financieras y de gobierno corporativo. Además hay buenas proyecciones de crecimiento.

9. ¿Existen mecanismos de cobertura a largo plazo que permitan a entidades extranjeras participar en créditos sindicados en Colombia?, ¿cuáles son las ventajas y desventajas?

Existen coberturas, pero generalmente en los créditos corporativos no se cubren porque en la mayoría de los casos son empresas multilatinas con ingresos en dólares. Sin embargo, para *project finance* sí se requiere y en este momento en Colombia se están explorando fuertemente estas figuras para las financiaciones de los proyectos 4G, donde los bancos colombianos no tienen la capacidad para cubrir toda la necesidad.

En este momento se están explorando por derivados y por las líneas de *fronting* de la FDN. En este momento, por la liquidez colombiana, hay entidades que pueden ofrecer derivados hasta 10 años. Sin embargo, este tipo de coberturas son costosas y terminan encareciendo la transacción.

10. ¿Considera usted que hay buenas prácticas o nuevas metodologías en el mercado internacional de los créditos sindicados que hoy no han incursionado en Colombia?

En Colombia hace falta competencia entre los financiadores, situación que repercute en los costos de la transacción y los tiempos de la negociación. La banca local viene con unos estándares de mercado que fueron aceptados anteriormente, los cuales incluyen

condiciones que en muchos casos son difíciles de cumplir, costosas y que en muchos casos no son trascendentes desde el punto de vista de mitigación de riesgos.

En otros mercados como en Estados Unidos, Brasil, Chile, México, donde hay mayor liquidez y mayor competencia, el cierre de los créditos sindicados es más fácil y menos oneroso, dado que los bancos deben ser más comerciales para poder quedarse en el negocio. En estos mercados el prestatario tiene más poder de negociación que en el caso colombiano, donde los bancos imponen las condiciones.

11. ¿Cuáles son las perspectivas de desarrollo del negocio en Colombia y hacia dónde van las tendencias en los créditos sindicados?

Las perspectivas son bastantes positivas, el Gobierno Nacional y la FDN están haciendo un trabajo importante para permitir la entrada de jugadores internacionales para la financiación de infraestructura, lo que termina abriendo la puerta total del mercado para explorar nuevos sectores. En los próximos años se espera la llegada de muchos jugadores internacionales, situación que genera de inmediato una reducción de los costos para los prestatarios y una reducción importante en los tiempos de cierre de las transacciones. La banca local deberá ajustar sus términos y condiciones para no perder el mercado en su propio país.

12. ¿Qué piensa de los instrumentos *mezzanine* y cómo estos pueden integrarse a los créditos sindicados?

Estas figuras son interesantes, incrementan la oferta de recursos en el mercado, pese a que son más costosas. Sin embargo, aumentan las posibilidades de financiación para las empresas, debido a que en muchos casos no se contempla en los *ratios* de cobertura exigidos por el prestamista sénior. En los próximos cinco años se espera que se desarrolle el mercado de *mezzanine* fuertemente en Colombia, con la entrada de entidades con un apetito de riesgo mayor que son expertas en este tipo de estructuras.